

Ausblick Makro und Märkte 2023

# Machen Sie sich keine Illusionen!

**Geldillusion: Die menschliche Neigung, bei ökonomischen Transaktionen in nominalen Beträgen statt in realen Größen zu denken.**

Durch Coronapandemie und Ukrainekrieg ist die Inflation zum Hauptthema an den Finanzmärkten geworden. Wie wird sie sich mittelfristig entwickeln, was können die Zentralbanken ausrichten, und was heißt das für die Vermögensanlage?

## Makroökonomischer Regimewechsel

Blickt man noch einmal auf die Jahre vor Corona zurück, so war die Wirtschaft der entwickelten Länder geprägt von „Secular Stagnation“. Das reale BIP-Wachstum betrug im Schnitt ca. 2 Prozent pro Jahr und war damit deutlich geringer als die Wachstumsraten von 3 bis 3,5 Prozent, die man aus früheren Dekaden kannte. Zudem lag die Inflation unter den gängigen 2-Prozent-Zielen der Zentralbanken (vgl. Abbildung 1).

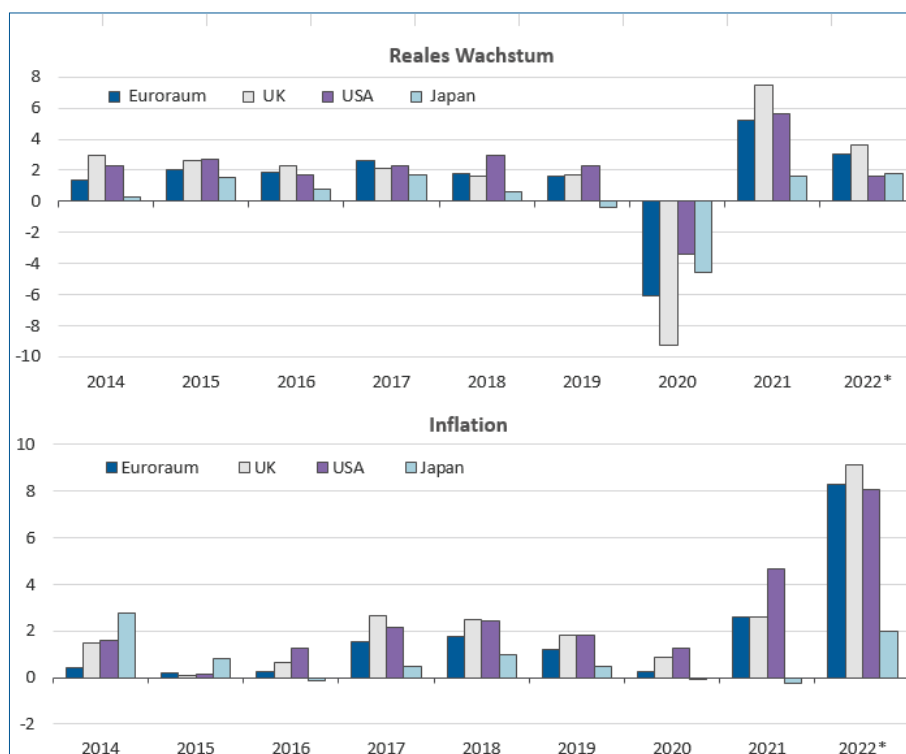


Dr. Christoph Heumann

Dr. Christoph Heumann leitet seit 2019 das Research und die Produktentwicklung bei der HanseMercur Trust AG.

Er hält einen Dokortitel von der Universität Mannheim und ist seit 2007 im institutionellen Asset Management tätig.

Frühere Stationen waren das Bankhaus Metzler, die Helaba Invest und die Berenberg Bank.



**Abbildung 1: Jährliche Änderung des realen BIP und jährliche Teuerungsrate der Verbraucherpreise.** Angaben in Prozent. Werte für 2022 enthalten eine Prognosekomponente. Datenquelle: IMF World Economic Outlook Oktober 2022.

Als Hauptgrund für diese Entwicklungen gilt eine mangelnde gesamtwirtschaftliche Nachfrage, vor allem wegen steigender Sparquote und nachlassenden Investitionen in den entwickelten Ländern. Dies und die ultralockere globale Geldpolitik der Zentralbanken führten zu einem Absinken der Real- und Nominalzinsen – im Euroraum sogar bis in den Null- und Negativbereich.

Der „Great Lockdown“ nach dem Ausbruch der Coronapandemie 2020 bedeutete wirtschaftlich zunächst einen Einbruch sowohl der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage als auch des Angebots. Bei Wiedereröffnung der Wirtschaft in 2021 erholte sich die Nachfrage dann sehr dynamisch, insbesondere durch umfangreiche staatliche Konjunkturpakete.

Die Angebotsseite konnte aufgrund gestörter globaler Lieferketten allerdings nicht mithalten. Die Lieferkettenprobleme verursachten daher 2021 einen ersten Inflationsschock.

Mit dem Ukrainekrieg folgte 2022 dann ein zweiter angebotsseitiger Schock. Vor allem die Energiekrise, aber auch Engpässe bei Nahrungsmitteln führten zu einem Anstieg der Inflationsraten auf den höchsten Stand seit den 1980er-Jahren.

## Risikofaktoren der Inflationsentwicklung

Im vierten Quartal 2022 haben sich die Preistreiber Corona/Lieferketten und Krieg/Energieknappheit etwas normalisiert. Es ist deshalb gut möglich, dass diese Effekte 2023 weiter abklingen und sich über Basiseffekte deutlich inflationsmindernd auswirken. Die globalen Inflationsraten hätten dann ihren Peak zumindest schon einmal hinter sich gebracht.

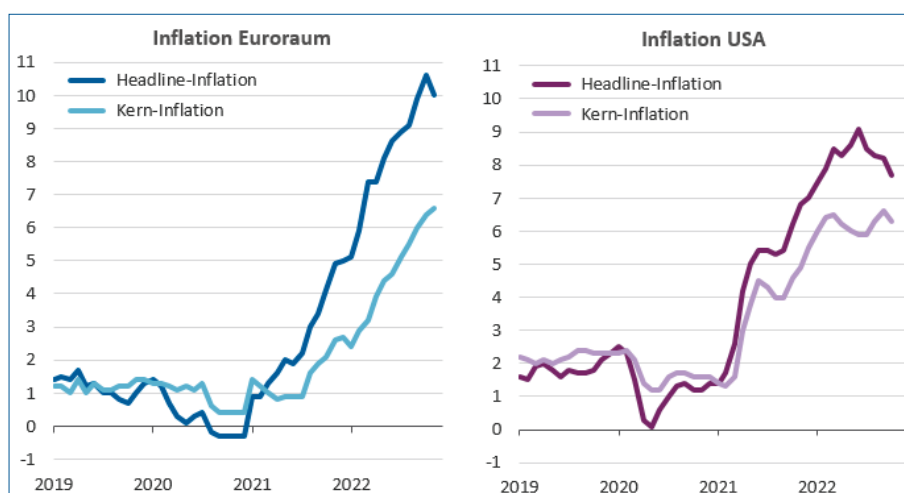


Als 100%iges Tochterunternehmen der HanseMerkur-Gruppe ist die HanseMerkur Trust eingebunden in ein hanseatisches Traditionsunternehmen, dessen Wurzeln in der Gründung der Hanseatischen Krankenversicherung VVaG im Jahre 1875 liegen.

Als Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit ist die HanseMerkur auch noch heute nur ihren Kunden und Mitarbeitern verpflichtet – und keinen externen Aktionären oder Investoren.

Als finanziell solides und wachstumsstarkes mittelständisches Unternehmen ist die Strategie der HanseMerkur auf das übergeordnete Ziel der dauerhaften Selbständigkeit der Gruppe ausgerichtet.

[www.hmt-ag.de](http://www.hmt-ag.de)



**Abbildung 2: 12-Monats-Inflation (Verbraucherpreise).** Angaben in Prozent. Euroraum: HVPI bzw. HVPI ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel (letzte Werte Nov. 2022), USA: CPI bzw. CPI less Food and Energy (letzte Werte: Okt. 2022). Datenquelle: Eurostat, Bureau of Labor Statistics.

Allerdings betreffen die übermäßigen Preissteigerungen nicht nur die Gesamt- bzw. Headline-Inflation, die maßgeblich durch die volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise bestimmt wird. Vielmehr steigen mittlerweile die Preise der meisten Komponenten des Konsumgüterkorbes deutlich an. Entsprechend liegen auch die Kerninflationen, die eine höhere Aussagekraft für den mittelfristigen Inflationstrend haben, weit über den 2 Prozent-Zielmarken der Zentralbanken (vgl. Abbildung 2).

Ferner sind in vielen Ländern derzeit Arbeitskräfte knapp: Die Zahl der offenen Stellen bezogen auf die verfügbaren Arbeitskräfte liegt in praktisch allen Industrieländern über dem Vor-Corona-Durchschnitt (z. B. gemäß OECD-Daten im Euroraum bei 3,2 Prozent 2022 gegenüber 1,7 Prozent im Durchschnitt zwischen 2011 und 2019; in den USA bei 6,9 Prozent gegenüber 3,4 Prozent). Auch die Arbeitslosenquoten liegen unter den Werten aus früheren Jahren (Euroraum: 6,7 gegenüber 10,1 Prozent; USA: 3,6 gegenüber 5,8). Durch die kommenden Lohnverhandlungen sind also Zweitrundeneffekte auf die Inflation zu erwarten.

Schließlich wirken auch diverse strukturelle Trends inflationsfördernd: Kosten durch die Alterung der Bevölkerungen, die Bekämpfung des Klimawandels und Produktivitätsverluste durch geopolitische Entwicklungen (z. B. durch staatliche Beschränkungen der globalen Arbeitsteilung und des Handels bei versorgungs- und sicherheitskritischen Gütern).

### Schwierige Herausforderungen für die Zentralbanken

Die Zentralbanken hatten die steigende Inflation 2021 noch als vorübergehend („transitory“) eingestuft. Erst 2022 reagierten sie auf die weitere Beschleunigung der Preissteigerungen. Die Fed erhöhte den Leitzins zum ersten Mal im März, die EZB im Juli. Darauf folgten weitere recht schnelle und große Zinsschritte (vgl. Abbildung 3), und auch 2023 sind weitere Leitzinserhöhungen zu erwarten.

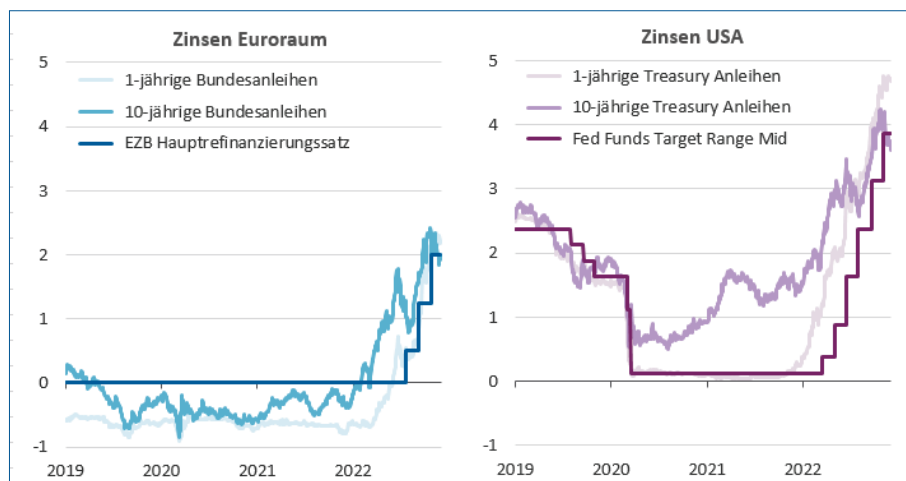


Abbildung 3: Leitzinsen und Anleihezinsen. Angaben in Prozent. Letzte Werte: 30.11.2022.

Wie weit müssten die Zinsen überhaupt steigen, damit die Geldpolitik inflationsdämpfend wirkt? Nach einer vereinfachten Version der Taylor-Regel zur Approximation der Leitzinsentwicklung liegt der passende Zins bei „Zielinflation plus dem 1,5-Fachen des Inflationsüberschusses“. Nimmt man eine Zielinflation von 2 Prozent und als aktuellen Wert die Kerninflation von rund 6 Prozent, ergäbe sich ein Leitzins von  $2 \text{ Prozent} + 1,5 \times (6 - 2 \text{ Prozent}) = 8 \text{ Prozent}$ . Bei aller Approximation und Datenunsicherheit – nach historischen Maßstäben müssten die Leitzinsen noch mehrere Prozentpunkte steigen.

Außerdem wirkt die geldpolitische Transmission vor allem über die Finanzierungskosten und die private Konsum- und Investitionsnachfrage auf das Preisniveau. Aktuell wird die gesamtwirtschaftliche Nachfrage aber sowohl im Euroraum als auch in den USA durch eine expansive Fiskalpolitik gestützt. Die staatlichen Konjunktur- und Hilfspakete sind in Zeiten von Corona und Energiekrise für die Regierungen sicherlich opportun – tragen aber zusätzlich zur Inflation bei.

Mit (1.) den Inflationsursachen auf der Angebotsseite, (2.) einer bereits weit fortgeschrittenen Inflation, (3.) einem engen Arbeitsmarkt und (4.) einer expansiven Fiskalpolitik haben EZB und Fed durchaus schwierige Aufgaben zu lösen, um die Inflation erfolgreich zu bekämpfen.

## Folgen für die Vermögensanlage

Betrachtet man zum Jahresende 2022 die Kommentare und Kursentwicklungen an den Finanzmärkten, so scheint es Marktkonsens zu sein, dass die Inflation 2023 deutlich zurückgehen und 2024 wieder ausreichend nahe an die 2 Prozent-Zielmarken der Zentralbanken fallen wird. Auch der eingepreiste Leitzinspfad geht von nur moderaten zusätzlichen Zinsanhebungen aus und deutet für das zweite Halbjahr 2023 sogar wieder leicht sinkende Leitzinsen an.

Auf Basis der hier vorgestellten Überlegungen scheint es aber auch sehr gut möglich, dass wir uns noch länger mit der Inflation befassen müssen. Was bedeutet also eine anhaltende Inflation für die großen Anlageklassen? (Die folgenden Einschätzungen betrachten Inflationseffekte unter sonst gleichen Bedingungen, also ohne zusätzliche Effekte durch Änderungen bei Zinsen, Konjunktur etc.)

**Staatsanleihen:** Sind deutsche Staatsanleihen sichere Finanzanlagen, die nun endlich auch wieder positive Zinsen bringen? Nein – jedenfalls nicht für Anleger, für die die reale Rendite ihres Vermögens ausschlaggebend ist. Nominalzinsen von 2 Prozent bei 6 Prozent Inflation sind schlechter als Nullzinsen bei einem Prozent Inflation, wie es sie in früheren Jahren gab. Bei Unsicherheit über die zukünftige Inflation sind Staatsanleihen zudem auch nicht mehr (real) sicher.

**Inflationsindexierte Staatsanleihen:** Bei Inflationsunsicherheit entsprechen inflationsindexierte Bundesanleihen am ehesten einer risikolosen Finanzanlage im Sinne einer vorhersehbaren Kaufkraftentwicklung des investierten Vermögens (bei Halten der Anleihe bis zur Fälligkeit).

**Gold:** Gold wird häufig als Inflationshedge angesehen. Das ist aber vor allem der Fall, wenn die globale Inflation sehr stark steigt und die Zentralbanken nicht dagegen aktiv werden (oder wenn sonstige Finanzkrisen auftreten). Gegen eine moderat überhöhte Inflation bei aktiven Zentralbanken schützt Gold eher nicht.

**Aktien:** Aktien bieten als Anlageklasse insgesamt einen Schutz gegen Inflation, da – stark vereinfacht – bei einer allgemeinen Inflation von x Prozent sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben der Unternehmen und somit auch die Gewinne nominal um x Prozent steigen (wie gesagt unter sonst gleichen Bedingungen). Dass die zukünftigen Gewinne bzw. Dividenden von Aktien mit der zukünftigen Inflation steigen, wird leicht übersehen, sodass Aktien bei hoher Inflation mitunter – fälschlicherweise – als weniger attraktiv eingestuft werden. Dies ist der sog. „Money Illusion in the Stock Market“-Effekt. Abbildung 4 zeigt eine vereinfachte Variante dieses Fehlschlusses.



**Abbildung 4: Anleihezins und Dividendenrendite im Vergleich.** Angaben in Prozent. Letzte Werte: 30.11.2022.

Dass 2023 ein schwieriges Börsenjahr wird, gilt genauso, wie es auch für alle vergangenen Jahre galt. Neu ist dagegen, dass Anleger wieder sorgfältig zwischen nominalen und realen Werten unterscheiden müssen. Damit ist auf jeden Fall schon mal ein guter Schritt in Richtung einer erfolgreichen Vermögensanlage getan.